

La Banque du Canada était-elle nécessaire? Was the Bank of Canada really necessary?

Derek Chisholm

Volume 59, numéro 3, septembre 1983

Hommage au professeur Albert Faucher

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/601064ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/601064ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Chisholm, D. (1983). La Banque du Canada était-elle nécessaire? *L'Actualité économique*, 59(3), 551–574. <https://doi.org/10.7202/601064ar>

Résumé de l'article

Traditional historiography has inferred that the Canadian government has failed to exercise control over the issue of high powered money during the interwar gold standard period. From this, it was concluded that the Canadian monetary *constitution* required modifications through the establishment of a central bank. This paper provides new evidence that the Canadian government did exercise monetary control during the period of the interwar gold standard regime and that Canada's record of adherence to the gold standard rules compares favourably with the performance of several other countries.

LA BANQUE DU CANADA ÉTAIT-ELLE NÉCESSAIRE ?

Derek CHISHOLM,*

Le Conference Board du Canada

I. INTRODUCTION

Au début des années 1930, les experts s'accordent à croire qu'il est devenu nécessaire d'établir une banque centrale pour contrôler le système monétaire canadien. Ils fondent cette opinion, qui soustendra la création de la Banque du Canada, sur les travaux de C.A. Curtis (1930, 1931 et 1932) traitant de la politique monétaire en régime d'étalon-or dans l'entre-deux-guerres (de juillet 1926 à octobre 1931). En 1929, l'étalon-or semble avoir été abandonné, ce que Curtis attribue à l'absence d'un contrôle gouvernemental adéquat par le ministère des Finances sur les politiques d'escompte des banques à charte. Curtis recommande la création d'une banque centrale qui serait responsable du contrôle monétaire. En 1933, une Commission royale d'enquête est chargée d'examiner la question. Le rapport de la Commission royale sur les banques et la monnaie recommande la création d'une banque centrale et souligne que durant le régime d'étalon-or, de 1926 à 1931, l'autorité financière « ne s'est pas chargée de voir à ce que les applications de la Loi financière soient compatibles avec les besoins d'une monnaie convertible » (1933, 59)¹. Les travaux ultérieurs sur le développement au Canada d'un système monétaire avec banque centrale ont endossé les inférences de Curtis². Le présent mémoire porte au dossier des éléments nouveaux, qui tendent à

* Le présent mémoire a été développé à partir du chapitre 5 de ma thèse de doctorat. Les opinions exprimées dans cette étude sont celle de l'auteur et n'engagent pas le Conference Board du Canada. Je désire remercier Marie Saumure pour une traduction excellente. Je désire remercier pour leurs commentaires fort utiles R.B. Bryce, John Chant, Tom Courchene, Ian Drummond, Gilles Paquet, T.K. Rymes, R.S. Sayers et George Watts.

1. Les sections historiques du Rapport ont été rédigées par C.A. Curtis et F.A. Knox.

2. Stokes, par exemple, affirme que « *although gold was exported, bank reserves in the form of Dominion notes were not reduced on account of the rediscounting operations under the Finance Act. Thus the normal influence of gold exports was never exerted on the credit structure* » (1939, 23-4); Brecher affirme qu'en régime d'étalon-or « *neither the Treasury Board nor the Department of Finance... had the personnel, the knowledge, or the techniques required for controlling the monetary system* » (1957, 45); et McIvor est d'avis que « *the Canadian monetary experience in the 1920's and the early 1930's made unmistakably clear both the need for some mechanism of control and the fact that the Department of Finance was not the agency which could reasonably be expected to function effectively in this particular area of responsibility* » (1958, 125).

démontrer le succès du contrôle exercé par les autorités financières sur le système monétaire en régime d'étalon-or durant l'entre-deux-guerres.

Le présent mémoire veut réfuter les conclusions de Curtis. La section 2 verse au dossier de nouveaux éléments qui tendent à démontrer que les autorités ont de fait exercé un contrôle monétaire de juillet 1926 à octobre 1931, et ce tant en fonction des objectifs de l'étalon-or que de ceux de la gestion de la dette publique. La section 3 évalue quantitativement le succès des autorités en fonction des règles de l'étalon-or et compare l'expérience canadienne avec celles d'autres pays au cours de la même période. Une courte conclusion fait le point sur la question à la lueur de nos travaux. En premier lieu, il est nécessaire de passer en revue les principaux aspects des dispositifs monétaires au Canada en 1926.

2. LE MILIEU MONÉTAIRE EN 1926

Avant 1914, le système monétaire canadien repose sur trois lois : la Loi des billets du Dominion, la Loi des banques et la Loi du cours monétaire. La Loi des billets du Dominion autorise l'émission d'une monnaie d'État composée d'une émission limitée de monnaie fiduciaire reposant partiellement sur l'encaisse-or, et d'une émission illimitée de monnaie entièrement gagée par l'encaisse-or. La Loi donne également cours légal aux billets du Dominion et les rend convertibles en or sur demande au ministère des Finances à Ottawa et à ses succursales régionales dans les provinces, connues sous le nom de bureaux des receveurs généraux adjoints. À cause de leur cours légal, des émissions spéciales de billets du Dominion sont employées en grosses coupures — les *large legal*s — pour les compensations inter-bancaires quotidiennes. La Loi des banques interdit aux banques à charte d'émettre leurs propres billets en coupures de moins de \$5 et exige que chaque banque conserve au moins 40% de son encaisse liquide au Canada en billets du Dominion. Les *large legal*s circulent donc entre les banques et les coupures de \$5 ou moins dans le public. En vertu de la Loi des banques, les billets de banque et les dépôts bancaires sont remboursables au pair en billets ayant cours légal. La Loi du cours monétaire fixe la valeur nominale en devises canadiennes des Souverains d'or britanniques à \$4,8867, des Aigles d'or américains à \$10 et des pièces d'or canadiennes à l'équivalent de \$20,67 l'once, et donne à toutes trois cours légal. Le système monétaire d'avant 1914 ancre ainsi la monnaie d'État et l'encaisse liquide des banques à l'or monétaire en circulation domestique³.

Le système sera sensiblement modifié en 1914, au début de la guerre. Le volume de monnaie fiduciaire émise en vertu de la Loi des billets du

3. George Rich, *The Cross of Gold...* (à paraître, ch. 6) apporte d'importantes nouvelles preuves qui démontrent que de 1867 à 1885-1886, le gouvernement contourna les dispositions de la Loi des billets du Dominion.

Dominion passe de \$30 à \$50 millions en août 1914 pour financer les dépenses gouvernementales; on l'augmente d'un autre \$26 millions en 1914-1915, \$16 millions servant à financer deux compagnies de chemin de fer et \$10 millions, les dépenses gouvernementales. La Loi financière de 1914 stoppe la convertibilité en or des billets du Dominion, des billets de banque et des dépôts bancaires et accorde aux banques des avances en billets du Dominion contre garantie déposée au ministère des Finances⁴. La Loi investit également le Conseil du Trésor du contrôle sur les avances. Composé du ministre des Finances, qui le préside, de cinq autres membres du Cabinet et du fonctionnaire supérieur du ministère des Finances comme secrétaire, le Conseil approuve les garanties et fixe le taux de l'escompte sur les avances. Un amendement à la Loi financière, adopté en 1923, élimine le minimum de 5% prescrit en 1914 et restaure à partir du 1^{er} juillet 1926 la convertibilité en or des billets du Dominion. Après juillet 1926 le Conseil du Trésor allait donc devoir contrôler l'escompte prévu par la Loi financière en fonction des fluctuations de l'encaisse-or gageant les billets du Dominion, afin de se conformer aux « règles du jeu » de l'étalon-or. Bloomfield (1959, 47) a distingué deux variantes, l'une négative et l'autre positive, des règles imposées aux autorités financières pour assurer l'adhésion aux règles de l'étalon-or. La variante négative dicte que les autorités ne doivent pas compenser l'impact des fluctuations de la portion internationale de la base monétaire sur le volume total de celle-ci par un mouvement inverse de la portion domestique. La variante positive la plus communément acceptée dicte que les autorités doivent amplifier l'impact des fluctuations de la portion internationale de la base monétaire sur le volume total de celle-ci par un mouvement dans le même sens de la portion domestique. Ces deux variantes veulent assurer que l'impact des fluctuations de la portion internationale sur le volume total de la base monétaire ne soit pas entravé par des opérations domestiques.

Curtis examine les éléments documentaires et quantitatifs du dossier de la politique monétaire, et infère que le Conseil du Trésor ne fit aucun effort pour restreindre les augmentations de la portion domestique de la base monétaire dues à la politique d'escompte des banques, bien qu'un déclin simultané se soit produit dans la portion internationale à cause des fuites d'or vers l'extérieur en 1928 et 1929⁵. De plus, à cause de l'absence

4. La Loi financière de 1914 précisait que les avances consenties aux banques devaient être remboursées avant le 1^{er} mai 1915. La Loi fut maintenue en vigueur par une série de proclamations, et la pratique s'institua d'approuver les garanties le 1^{er} mai, quelques changements mineurs pouvant être effectués en cours d'année. Les banques pouvaient obtenir des avances contre garantie à 24 heures d'avis.

5. Ainsi « *during the last few years... there has been no passive control of credit either in the light of gold reserves or price levels* », (Curtis, 1930, 111); et « *the normal influence of gold exports was never exerted on the credit structure... a policy was followed which deliberately ignored this influence* », (Curtis, 1931, 115); et « *the Department of Finance did not limit rediscounting because of the reserve position... No attempt, apparently, has ever been made to use the Finance Act discount rate as a tool to restrict gold flows or control credit conditions* », (Curtis, 1932, 326, 327).

d'expéditions d'or monétaire vers New York en 1929, Curtis prétend que les autorités avaient officieusement suspendu la convertibilité en or des billets du Dominion. Il fonde son argumentation sur deux éléments: premièrement, les témoignages du sous-ministre des Finances, J.C. Saunders (1924), du sous-ministre adjoint des Finances, George W. Hyndman (1928) et de l'inspecteur-général des banques, C.S. Tompkins (1928), devant le Comité permanent de la Chambre des Communes sur les banques et le commerce: chacun de ces fonctionnaires supérieurs du ministère des Finances nie avoir quelque expertise que ce soit dans le domaine de l'économie monétaire; en second lieu, les données mensuelles sur les taux d'escompte et les avances faites en vertu de la Loi financière, sur l'émission des billets et l'encaisse-or ainsi que les données mensuelles sur le taux de change révèlent que la dépréciation du taux de change en 1929 s'accompagnait d'avances échues de sommes considérables et d'une absence d'exportation d'or. Curtis recommande donc que le système monétaire soit modifié par la création d'une banque centrale qui assumerait la responsabilité du contrôle monétaire.

3. LA POLITIQUE MONÉTAIRE CANADIENNE DE 1926 À 1931

Dans cette section, nous voulons présenter une nouvelle interprétation de la politique monétaire de juillet 1926 à octobre 1931. Durant toute cette période, la politique monétaire fut guidée par deux objectifs: l'adhésion à l'étalon-or et la gestion de la dette publique. L'incompatibilité de ces deux objectifs n'a pas été saisie, et il en résulta une interruption officielle de l'étalon-or en 1928 et 1929. En septembre 1930, le ministère des Finances réorienta la politique monétaire en fonction des objectifs de l'étalon-or.

a) *Agrégats monétaires*

Afin de nous donner un cadre d'analyse de la politique monétaire, nous modifierons la formule bien connue de la masse monétaire employée par Thomas J. Courchene (1969) pour l'adapter à l'expérience monétaire canadienne durant l'entre-deux-guerres:

$$M = [(1 + c) / (r + c)] \cdot H$$

où:

$$\begin{aligned} M &= \text{masse monétaire en circulation} \\ (1 + c) / (r + c) &= \text{multiplicateur monétaire} \\ H &= \text{base monétaire} \end{aligned}$$

La définition de la base monétaire doit inclure tout le potentiel d'actif pouvant servir de réserve bancaire⁶. En limitant la définition au cours légal, la base monétaire peut être divisée en portion domestique H_D (les billets du Dominion émis en vertu de la Loi financière, les pièces de monnaie et les billets du Dominion émis en vertu de la Loi des billets du Dominion non gagés par l'encaisse-or) et en portion internationale H_I (les billets du Dominion émis en vertu de la Loi des billets du Dominion entièrement gagés par l'encaisse-or, l'encaisse-or des banques canadiennes et l'encaisse-or gouvernementale en surplus des exigences de la Loi des billets du Dominion et de la Loi des caisses d'épargne)⁷. Cette définition de la masse monétaire correspond à celle de Thomas J. Courchene (1969). Le diagramme 1 montre les fluctuations de la masse monétaire et des portions internationale et domestique de la base monétaire entre juillet 1926 et octobre 1931. Les travaux effectués jusqu'à présent concluent que le manque de contrôle des autorités sur la composante H_D relevant de la Loi financière a empêché la transmission des variations de H_I à M requise par les règles de l'étalon-or.

b) *Le retour à l'étalon-or*

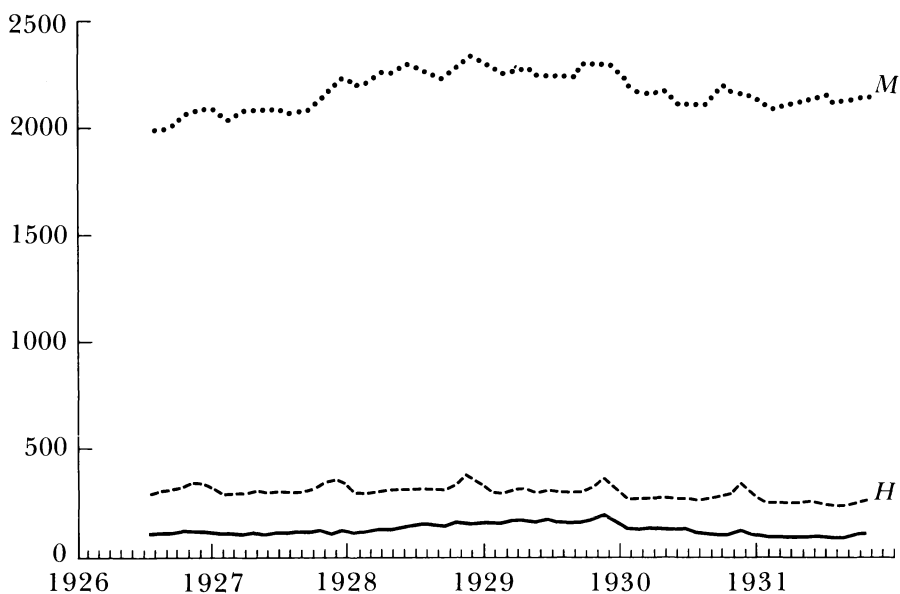
De la fin de 1921 jusqu'au milieu de 1925, la portion de la base monétaire relevant de la Loi financière diminua alors que la portion internationale fluctuait selon les mouvements saisonniers du taux de change. Les banques furent découragées de fixer leur escompte selon la Loi financière, à cause de l'incapacité des autorités à évaluer avec précision les garanties offertes. Pour répondre aux mouvements saisonniers de la demande de billets du Dominion en 1922, 1924 et 1925, les autorités gonflèrent et réduisirent tour à tour les dépôts bancaires du gouvernement en billets du Dominion. Les autorités achetèrent de l'or à New York lorsque la valeur externe du dollar canadien s'éleva au-dessus du point d'entrée d'or en octobre et novembre 1922, 1924 et 1925. Cet or fut utilisé pour garantir des émissions équivalentes de billets du Dominion qui furent déposées dans les banques. À mesure que la demande saisonnière de billets du Dominion diminuait et que la valeur du dollar canadien tomba sous le point de sortie d'or au début de 1923, 1925 et 1926, les autorités

6. La définition utilisée par Courchene de la base monétaire à l'appui de ses variantes II et III comprenait les billets de banque. Courchene assumait à tort que ces billets avaient cours légal. Or ce n'était pas le cas, et les billets de banque ne pouvaient donc pas servir aux compensations interbancaires quotidiennes. Dans le présent mémoire, les équivalents empiriques du multiplicateur monétaire, de la masse monétaire en circulation et de la base monétaire correspondent à la variante I de Courchene.

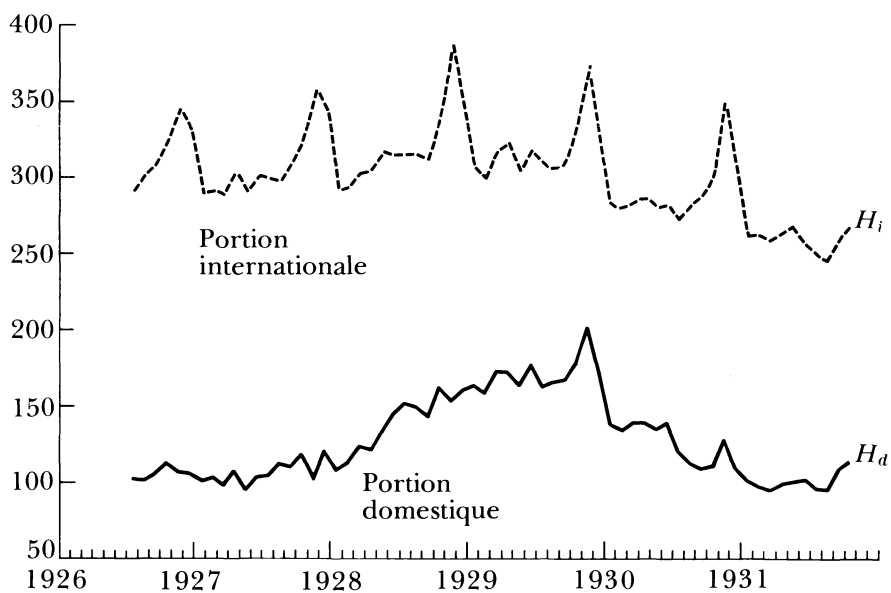
7. La Loi des caisses d'épargne précisait que le ministère des Finances devait détenir un minimum de 10% du montant des dépôts des banques d'épargne du gouvernement et du bureau de poste, en or ou en titres canadiens. Les rapports mensuels sur le numéraire et la circulation révèlent que ces réserves étaient habituellement en or.

DIAGRAMME 1

(a) LA MASSE MONÉTAIRE ET LA BASE MONÉTAIRE,
JUILLET 1926 — OCTOBRE 1931



(b) LA BASE MONÉTAIRE, JUILLET 1926 — OCTOBRE 1931



réduisirent les dépôts bancaires du gouvernement en billets du Dominion, retirèrent les billets et exportèrent l'or pour rembourser la dette à l'étranger. Ces opérations réduisaient le besoin d'évaluer les garanties pour les avances faites en vertu de la Loi financière pendant qu'en même temps le flux de l'or réduisait les coûts de change associés au paiement de la dette externe.

Une banque déclara faillite en août 1923 et on apprit par la suite qu'elle avait falsifié les rapports mensuels au ministère des Finances de son actif et de son passif, ce qui provoqua en 1924 une révision spéciale de la Loi des banques créant le poste d'inspecteur général des banques. L'inspecteur général fut chargé de contrôler les rapports mensuels des banques au gouvernement, et dès le milieu de 1925, il conseillait également le Conseil du Trésor sur les garanties offertes pour les avances faites en vertu de la Loi financière. Le problème de l'évaluation des garanties se trouvait ainsi résolu et les autorités rejetèrent l'avis d'un économiste-conseil qui suggérait l'abolition du guichet de l'escompte prévu par la Loi financière lors du retour du Canada à l'étalon-or⁸.

c) Gestion de la dette publique et politique monétaire

Pendant les années 1920, la politique fiscale canadienne visa surtout à réduire le solde de la dette nationale. Lors du débat parlementaire sur le budget en 1927, R.B. Bennett, critique financier du parti conservateur — parti d'opposition à l'époque — proposa un plan de conversion de la dette selon lequel la dette gouvernementale non-remboursée serait convertie à échéance en titres spéciaux à 4% vendus au pair aux banques et aux compagnies d'assurance. Pour assurer la vente de ces titres, Bennett (1927) proposa que les banques puissent déposer les obligations au ministère des Finances et obtenir l'argent qui leur permettrait d'administrer leurs affaires. Le ministre des Finances, James Robb s'intéressa à la proposition de Bennett et consulta aussitôt ses experts.

Les experts monétaires du ministre Robb ne comprirent pas la portée de la proposition de Bennett sur l'expansion de la portion domestique de la base monétaire. Saunders et Tompkins appuyèrent la proposition avec enthousiasme et recommandèrent de fixer au taux des coupons à 4% le taux de l'escompte sur des valeurs spéciales qui ne seraient pas «des obligations négociables sur le marché, même par les banques ou les compagnies d'assurance. Ces valeurs prendraient la forme de certificats de crédit tirés sur le Trésor fédéral... négociables seulement par les

8. L'injection de billets du Dominion gagés entièrement par l'encaisse-or en 1925 et 1926 nécessitait le retrait de la dernière composante d'une émission spéciale non gagée de \$50 millions qui avait été faite à l'intention du Trésor britannique en 1917. Voir pour les deux derniers paragraphes, Chisholm, (1980, chap. 4).

banques et les compagnies d'assurances», (Saunders et Tompkins, 1927a). Ainsi, \$233 millions de la dette gouvernementale arriveraient à échéance entre 1927 et 1930 et les conversions de portions non remboursées en certificats spéciaux à 4% « n'embarrasseraient pas nos institutions financières ». Ni Saunders ni Tompkins n'avaient au départ pensé que la méthode de gestion de la dette proposée par Bennett pourrait s'avérer incompatible avec les règles de l'étalon-or.

La portée monétaire de la proposition de Bennett fut rapidement attaquée par la presse financière. Un économiste fit remarquer « les possibilités pernicieuses » d'un tel mécanisme d'escompte pour l'expansion monétaire, [Elliot, 1927]. Saunders et Tompkins tentèrent de défendre Robb en soutenant que le potentiel d'expansion ne signifiait que le remplacement d'une forme de richesse par une autre puisque « toute avance sur de tels certificats correspondrait à un retrait équivalent de nos obligations de dette de guerre, obtenues de revenus du public et non par émission de billets du Dominion ayant cours légal comme monnaie fiduciaire », [Saunders et Tompkins, 1927b]. Saunders et Tompkins négligèrent un fait important : les obligations émises pour financer la dette de guerre n'avaient pas cours légal et ne pouvaient donc pas servir de réserve bancaire. Les commentaires manuscrits de Robb sur le mémorandum initial de Saunders et Tompkins montrent bien qu'il n'avait pas compris comment le mécanisme d'escompte fonctionnerait.

La situation monétaire internationale mouvante à l'automne de 1927 et la conversion de 45 des \$63 millions de la dette gouvernementale échue provoqua une première réduction des taux d'escompte après le retour du Canada à l'étalon-or. La conférence internationale de Long-Island en juillet 1927 de représentants des banques centrales amena des réductions de l'escompte des banques fédérales de réserve de 4% à 3¹/₂% entre le 29 juillet et le 13 septembre accompagnées d'achat sur le marché libre de \$391 millions en billets et obligations du gouvernement. Au Canada, le Conseil du Trésor réduisait l'escompte de 4,25% à 4% à partir du 1^{er} novembre, et des négociations furent entamées entre les banques et le ministère des Finances pour une émission de conversion de \$45 millions. Le directeur général de la banque de Montréal avisa Saunders qu'une émission de conversion d'une année à 4,25%, pourrait être faite à New York mais que les banques canadiennes « pourraient très facilement accommoder le ministre parce qu'elles auraient le privilège de faire des emprunts temporaires quand elles le voudraient en vertu de la Loi financière », [Saunders, 1927a]. Saunders informa Robb que les banques avaient décidé d'accepter la proposition initiale de Bennett sur la dette. Saunders souligna qu'une émission à 4% pourrait être vendue aux banques pourvu qu'elles puissent obtenir « du gouvernement, lors d'un manque de fonds, des billets du Dominion à 3³/₄% en vertu de la Loi financière laissant ainsi aux banques une marge de 1/₄% », (Saunders, 1927b). Le 17

novembre les banques acceptèrent d'acheter au pair l'émission de \$45 millions à 4% avec échéance de 3 ans. Le Conseil du Trésor se réunit 4 jours plus tard, réduisit l'escompte à 3,75% à partir du 1^{er} décembre et ajouta l'émission de \$45 millions aux garanties acceptées pour des avances le 6 décembre. Les objectifs de gestion de la dette domestique incitèrent aux premières modifications du taux de l'escompte après le retour du Canada à l'étalon-or.

Ces objectifs de gestion de la dette publique incitant des réductions du taux de l'escompte au Canada en 1927 n'étaient pas au début incompatibles avec l'adhésion à l'étalon-or. Bien que le déficit du compte courant ait augmenté de 1926 à 1927, comme le montre le tableau 1, les fluctuations des portions internationale et domestique de la base monétaire entre juillet 1926 et novembre 1927 (diagramme 1) étaient compatibles avec une détente du marché monétaire dans le contexte des règles de l'étalon-or. La portion internationale de la base monétaire augmenta pendant 14 des 16 mois. Au cours de la même période, la portion domestique augmenta pendant huit mois seulement. L'incompatibilité des objectifs de gestion de la dette domestique et de ceux de l'étalon-or apparut tôt en 1928.

d) *Étalon-or et politique monétaire*

Au début de 1928, les priorités monétaires américaines se déplacèrent. L'objectif premier de faciliter l'adhésion à l'étalon-or international par le biais de la coopération des banques centrales fut remplacé par celui de réduire la spéculation sur le marché boursier de New York. Ainsi de janvier à juillet, huit des banques fédérales de réserve élevèrent leur taux d'escompte de 3,5% à 5% et les quatre autres de 3,5% à 4%. Durant la même période elles achetèrent \$393 millions en valeurs gouvernementales sur le marché libre. L'émission de nouveaux capitaux canadiens aux États-Unis chuta de \$74,8 millions durant le deuxième trimestre à \$6,8 millions durant le troisième trimestre de 1928, et le déficit du compte courant canadien passa de \$10 millions en 1927 à \$32 millions en 1928 (tableau 1). La valeur externe du dollar canadien tomba au point de sortie d'or le dernier jour de mai et les conversions ultérieures de billets du Dominion en or amenèrent les autorités canadiennes à réviser l'ordre de priorité de leurs objectifs monétaires.

Le Conseil du Trésor éleva brusquement le taux de l'escompte au début de juin pour ralentir la sortie de l'or. Saunders discuta de la situation avec le sous-ministre adjoint Hyndman et le conseiller juridique du Trésor, Robert Viets, et ils s'entendirent sur une hausse du taux de l'escompte. Le Conseil du Trésor se réunit le 8 juin et éleva le taux de l'escompte à 5% sur les avances futures, tandis que les banques qui convertissaient des billets du Dominion en or seraient pénalisées en

TABEAU 1
APPROXIMATIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DU CANADA, 1926 À 1931*

	1926	1927	1928	1929	1930	1931
	COMPTE COURANT					
Exportations	1267	1215	1341	1178	880	601
Importations	989	1057	1209	1272	973	580
Balance commerciale	278	158	132	-94	-93	21
Or non monétaire	**	32	40	37	39	57
Intérêts et dividendes	-218	-216	-229	-261	-289	-282
Autres	113	16	25	7	6	30
	COMPTE CAPITAL					
Solde du compte courant	173	-10	-32	-311	-337	-174
Long terme						
(i) Émissions nettes de nouveau titres	161	141	7	147	290	-2
(ii) Transactions nettes de titres en cours	-135	-171	-126	-2	56	45
(iii) Autres mouvements de capitaux	29	31	15	41	27	70
Court terme						
(i) Variation nette de l'actif étranger des banques	-52	16	87	88	0	28
(ii) Or monétaire	**	-7	49	37	-36	33
Solde du compte capital	3	10	32	311	337	174
Erreurs et omissions	-176	0	0	0	0	0

* Tiré de Courchene (1969)

** L'or monétaire et non monétaire ne peuvent pas être différenciés pour 1926

payant 5% sur les avances déjà émises, (Conseil du Trésor, (1928a)). Ainsi la hausse du taux de l'escompte en juin 1928 signifiait un déplacement des objectifs des autorités canadiennes, la priorité passant de la gestion de la dette domestique à celle de la conservation de l'encaisse-or domestique.

L'augmentation du taux de l'escompte en juin 1928 concordait avec l'adhésion à l'étalon-or en raison des variations préalables des portions domestique et internationale de la base monétaire. Au cours des six mois pendant lesquels l'escompte fut à 3,75%, la portion internationale diminua durant trois mois et la portion domestique diminua durant deux mois. La hausse du taux de l'escompte s'avéra insuffisante pour restreindre les augmentations de la portion domestique. Au cours des trois mois pendant lesquels l'escompte fut à 5%, la portion domestique augmenta en juin et en juillet puis diminua en août. Le dollar canadien demeura hors du point de sortie d'or jusqu'à la fin de juillet ; les autorités retirèrent \$7,5 millions en billets du Dominion et exportèrent de l'or afin d'éviter de payer la prime en cours sur les devises étrangères. La base monétaire diminua donc durant les trois mois pendant lesquels l'escompte fut à 5% mais cette diminution résulta du fait que les réductions de la portion internationale excédaient les augmentations de la portion domestique.

En août 1928 les autorités tentèrent, par un contrôle monétaire qualitatif, de concilier l'adhésion à l'étalon-or et l'objectif de gestion de la dette domestique qui visait à réduire les coûts d'intérêt sur de nouvelles émissions de valeurs fédérales. La perspective d'une importante récolte de blé incita une délégation de l'Association des banquiers canadiens à demander au Conseil du Trésor une réduction de l'escompte. Les délégués rencontrèrent d'abord Robb, Saunders, Tompkins et deux autres membres du Conseil du Trésor le matin du 28 août. Les banquiers voulaient une réduction du taux de l'escompte à 4,5% afin de répondre à la croissance automnale de la demande de billets du Dominion. Robb répondit « qu'il ne pourrait faire aucune recommandation au Conseil avant d'avoir consulté davantage les fonctionnaires de son ministère présents à cette rencontre », [Association des banquiers canadiens], (1928). Les banquiers discutèrent en privé avec Robb, Saunders et Tompkins au cours de l'après-midi et Saunders réaffirma ses objectifs antérieurs de gestion de la dette publique en assurant aux banques « qu'il n'avait jamais été l'intention du Conseil du Trésor dans son communiqué du 8 juin de modifier le taux des avances à 3³/₄% faites en vertu de la Loi financière contre des billets du Trésor à 4% pour 3 ans »⁹. Cependant, l'objectif de protection de

9. Le rapport de la Commission royale d'enquête sur les banques et la monnaie indique que le taux d'escompte préférentiel de 3,75% fut maintenu pour l'émission de \$45 millions de décembre 1927, bien que le taux ait été haussé à 5% en juin (1933, 41). Cependant le communiqué du Conseil du Trésor (1928a) ne parle pas d'un taux préférentiel. On en retrouve mention pour la première fois dans les dossiers du ministère des Finances dans un mémorandum du 4 septembre adressé au contrôleur de la monnaie.

l'encaisse-or domestique était tel que Saunders craignait également «l'imminence d'un taux de change défavorable permettant à l'or d'être exporté à profit... et certaines banques tirant avantage de la situation pour demander de l'or dans le but de faire des prêts à vue à New York». Robb tenta donc de concilier les objectifs alternatifs par un contrôle qualitatif. Il était prêt à recommander au Conseil une diminution du taux de l'escompte à condition que «les banques s'engagent à ne pas demander d'or contre des billets du Dominion afin de profiter des taux d'intérêts élevés à New York». Le président de l'Association des banquiers canadiens, A.E. Phipps, répliqua «qu'il ne croyait pas que les banques feraient de telles demandes vu les circonstances». Le Conseil du Trésor se réunit le lendemain et réduisit le taux de l'escompte à 4,5% à partir du 1^{er} septembre¹⁰. Les autorités tentaient ainsi de concilier les objectifs alternatifs de la politique monétaire par un contrôle qualitatif sur la conversion en or de billets du Dominion.

e) *Gestion de la dette internationale et politique monétaire*

La diminution importante de l'encaisse-or du gouvernement canadien au cours de 1928 et 1929 a été traditionnellement attribuée à l'absence de contrôle monétaire. De fait cette baisse fut le résultat conjoint de la gestion de la dette internationale par les autorités et de l'échec de leur contrôle monétaire qualitatif. Le cours étranger du dollar canadien demeura faible de la fin septembre jusqu'à la mi-novembre. Malgré un léger redressement vers la fin de novembre, le taux chuta sous le point de sortie d'or au début de décembre et y demeura. L'entente de principe sur la conversion de l'or ne s'appliquait pas aux banques américaines et certains articles dans la presse financière laissent croire que les banques canadiennes doivent avoir converti des billets du Dominion en or pour les banques américaines puisqu'une grosse partie des \$41 millions en expéditions d'or du Canada par le secteur privé en décembre et janvier fut effectuée par les banques américaines, (Shearer et Clark, (1979, 27-8)). Les autorités financières ne semblent pas avoir été au courant de ces expéditions, puisqu'au moment où le dollar canadien tomba sous le point de sortie d'or, elles diminuèrent les dépôts bancaires du gouvernement en billets du Dominion et exportèrent \$18 millions de l'encaisse-or pour respecter les engagements de la dette extérieure. Les autorités durent s'apercevoir de la situation au début de février en recevant les rapports du receveur général adjoint sur les conversions d'or. Vers la mi-février les exportations d'or monétaire stoppèrent subitement malgré un taux de change hors du point de sortie d'or. Saunders tenta de dissimuler la diminution de

10. Le communiqué du Conseil du Trésor (1928b) qui réduisait à 4,5% le taux de l'escompte ne parle pas d'arrangement conditionnel concernant les conversions en or des billets du Dominion.

l'encaisse-or en modifiant le rapport mensuel sur le numéraire et la circulation publié dans la *Gazette du Canada*¹¹.

La restriction des exportations d'or attira rapidement l'attention des banques étrangères. Le 14 mars, à l'ouverture du marché à Toronto le dollar américain affichait la prime inédite de $1\frac{3}{64}\%$ sur le dollar canadien. A.E. Phipps, président de l'Association des banquiers canadiens, convoqua les banques de Toronto pour discuter du taux de change et de la meilleure réponse à donner à Lloyds de Londres qui avait demandé « l'avis de la Banque Impériale sur le taux de change canadien et la raison de sa baisse et qui voulait savoir d'une manière précise si la Banque Impériale serait prête à expédier de l'or à Londres ou New York pour le compte de Lloyd's », [Association des banquiers canadiens], (1929). Les banquiers de Toronto pensèrent d'abord répondre que les autorités « avaient pratiquement refusé de permettre des expéditions » mais finirent par dire « que le gouvernement agirait immédiatement, soit en vendant des valeurs du chemin de fer Canadien National à New York ou en prenant toute autre mesure en son pouvoir pour corriger le taux ». Les banques proposèrent que les trois plus importantes d'entre elles expédient ensemble \$4 millions en or si les autorités émettaient simultanément à New York des valeurs du Canadien National pour hausser le taux de change. Saunders et Tompkins examinèrent la proposition des banquiers mais « conclurent que le gouvernement ne devait agir ni dans l'une ni dans l'autre des directions suggérées », Ross, (1929). Le taux de change étant bien en-dessous du point de sortie d'or, les autorités hésitèrent d'abord à utiliser une méthode internationale de gestion de la dette pour atteindre des objectifs de taux de change.

Les autorités durent par la suite utiliser une méthode internationale de gestion de la dette pour atteindre les objectifs du change en réponse à des questions soulevées au Parlement. Un court article de Curtis (1929) dans la presse financière soulignait que la prime couramment payée par les acheteurs canadiens pour des dollars américains, ainsi que l'absence d'exportation d'or monétaire, portaient à croire que le Canada n'adhérait plus à l'étalon-or. Curtis cite le *Commercial and Financial Chronicle*, qui évaluait à \$60 millions les exportations d'or nécessaires pour élever le dollar canadien au niveau du dollar américain. Trois jours plus tard, l'article de Curtis fut cité au Parlement lorsqu'on demanda à Robb si on devait l'embargo sur les exportations d'or à une encaisse-or gouvernementale inférieure à \$60 millions. Robb consulta son secrétaire particulier, Watson Sellar, qui prépara un mémorandum pour la réponse de

11. Les rapports sur le numéraire et la circulation de décembre 1928 à avril 1931 transféraient une émission spéciale non gagée de \$10 millions faite en novembre 1914, à l'émission entièrement gagée, Saunders (1929). Les rapports de décembre 1928 à avril 1931 indiquent donc une encaisse-or déficitaire.

Robb au Parlement huit jours plus tard. Cette réponse éluda la question et donna une image qui ne représentait pas la situation véritable puisqu'elle prétendait que les banques « sont libres d'exporter leur or sans en prévenir le Trésor fédéral et autant d'or gardé pour elles en fidéicommiss par le Trésor qu'elles peuvent en obtenir en retirant de circulation et en remettant au Trésor fédéral les billets anciennement obtenus sur dépôt d'or entre les mains du Trésor », Robb, (1929). Malgré cette prudente dérobade parlementaire, les autorités prirent le chiffre de \$60 millions au sérieux et émirent à New York en juin et juillet \$60 millions d'obligations du Canadien National, payables en pièces d'or américaines, (Chemin de fer Canadien National, 1929)¹². Les autorités tentèrent ainsi une gestion internationale de la dette, pour éviter une chute du taux de change vers le milieu de 1929.

Les portions internationale et domestique de la base monétaire fluctuèrent en fonction de l'échec des autorités à concilier leurs objectifs. Pendant 9 des 15 mois qui suivirent la réduction du taux de l'escompte en septembre 1928, la portion domestique augmenta. La portion internationale augmenta en octobre et novembre 1928 puis chuta brusquement au cours des trois mois suivants, pour demeurer à peu près stable en 1929. Vers la fin de 1929, la responsabilité de la politique monétaire fut déplacée et la situation changea.

f) *La nouvelle orientation de la politique monétaire en 1930*

Tous les fonctionnaires supérieurs du ministère des Finances furent remplacés en 1929 et 1930. Robb mourut au début de novembre au moment où Saunders tombait gravement malade pour mourir en avril 1930. Hyndman fut démis de ses fonctions en juillet, et reconnu coupable en janvier 1930 de détournement de fonds gouvernementaux. Watson Sellar fut nommé sous-ministre adjoint en février, devenant ainsi également secrétaire du Conseil du Trésor et conseiller en politique monétaire.

Sellar réorienta la politique monétaire en février 1930. L'Association des banquiers canadiens, suite à une requête de Robb vers le milieu de 1929 demandant leur avis sur la situation du taux de change, recommanda une modification de l'encaisse-or prescrite pour gager l'émission de monnaie fiduciaire en vertu de la Loi des billets du Dominion. Les banquiers recommandaient un amendement prescrivant que l'augmentation de \$26 millions de la limite de fiduciaire fixée en 1914 et 1915 soit désormais entièrement gagée par l'encaisse-or. Le président de l'Association des banquiers canadiens, Beaudry Leman (1930), soumit un projet de

12. L'or obtenu par l'émission de titres du Canadien National à New York fut déposé auprès de la banque de la compagnie plutôt que dans la réserve officielle.

loi au ministre des Finances, C.A. Dunning, en février 1930. Le projet fut soigneusement étudié puis rejeté par Sellar qui recommanda que « la question de l'encaisse-or garantissant les billets du Dominion ne devienne pas matière à débat parlementaire; qu'elle fasse plutôt l'objet d'une conférence entre les banques et le ministère des Finances, qui viserait à: (1) renforcer progressivement l'encaisse-or en remplaçant par de l'or les \$16 millions de l'encaisse détenus en obligation du chemin de fer; (2) établir un mécanisme par lequel le gouvernement et les banques seraient assurés d'avoir première option sur l'or extrait du Canada; (3) discuter de la réglementation des avances en vertu de la Loi financière et spécialement des taux et échéances de ces emprunts », [Sellar], (1930a). Sellar utilisa habilement les demandes d'approbation de garantie annuelles des banques au Conseil du Trésor, requises par la Loi financière, pour réorienter la politique monétaire vers les objectifs de l'étalon-or¹³. Pendant que le Conseil examinait les demandes, Sellar avisa les banques que le Conseil « approuvait des montants [de garanties] équivalant au maximum [des avances échues] demandé par les banques l'an passé », Sellar, (1930b). Le secrétaire-trésorier de l'Association des banquiers canadiens, Henry Ross, fut envoyé à Ottawa pour tenter de négocier une augmentation du volume des garanties. Ross plaida la difficulté pour les banques de prévoir avec certitude leurs besoins futurs, la possibilité de demande à brève échéance pour des avances additionnelles pendant la mi-session du Parlement, le danger de ruées et les demandes de financement dues à de gros stocks de blé non-vendu. Le plus important de ses arguments fut probablement sa promesse « qu'à l'avenir les prérogatives d'escompte seraient exercées légalement et dans des buts légitimes, et qu'on pourrait se fier aux banques pour ne pas abuser de leur pouvoir si cette prérogative leur était accordée », Ross, (1930). Assuré d'avoir fait comprendre par cette réduction qu'un contrôle plus serré serait désormais exercé sur les avances, le Conseil du Trésor éleva le volume des garanties à \$83,5 millions lors de sa réunion suivante.

La balance des paiements changea dramatiquement en 1930. Les taux d'intérêt à New York chutèrent par rapport aux taux canadiens, comme le montre le tableau 2. Les titres canadiens échus détenus à l'étranger diminuèrent et l'entrée nette de capital au Canada augmenta de \$279 millions. Ainsi malgré un important déficit du compte courant l'entrée d'or monétaire fut de \$36 millions. Un mois avant le début de la première crise bancaire aux États-Unis, Sellar acheva la réorientation des objectifs

13. En février 1930 Sellar exprima un point de vue radicalement différent de celui de son mémorandum de mai 1929 à Robb. En février 1930, il cita de longs passages du mémorandum d'avril 1926 de l'économiste-conseil qui avait recommandé l'abolition du guichet de l'escompte en vertu de la Loi financière lors du retour du Canada à l'étalon-or. L'économiste-conseil discutait en détail du fonctionnement du régime d'étalon-or au Canada.

TABLEAU 2
TAUX D'INTÉRÊT EN FIN DE TRIMESTRE
AU CANADA ET À NEW YORK — 1929 & 1930

Trimestre	Taux d'intérêt canadiens	Taux d'intérêt à New York	Escompte (-) ou prime (+) sur le taux canadien en fonction du taux américain
1929 I	6,15	14,40	-8,25
1929 II	6,18	9,79	-3,61
1929 III	6,20	9,03	-2,83
1929 IV	6,19	5,66	+1,47
1930 I	5,56	3,78	+2,78
1930 II	6,25	2,02	+4,23
1930 III	6,05	2,00	+4,05
1930 IV	6,04	2,04	+4,00

* Tiré des Archives de la Banque de Nouvelle-Écosse, Special Series Numéro 12, Interest and Discount Rate Ledger.

* Tiré de *Federal Reserve Bulletin*, différents numéros, « Open market rates on stock exchange call loans in New York City last week of each quarter. »

monétaires en assurant la reprise de la convertibilité en or des billets du Dominion.

Cette reprise eût lieu peu de temps après l'élection d'un nouveau gouvernement conservateur en août 1930. À la mi-septembre Sellar fit remarquer au premier ministre R.B. Bennett, également ministre des Finances, que l'encaisse-or du gouvernement augmentait à cause des achats effectués par l'Hôtel de la Monnaie et de l'échange d'or contre des billets du Dominion par les banques. Il recommanda donc « qu'il soit permis au ministère [des Finances] de proposer à l'Association des banquiers canadiens que le Dominion continue à faire passer autant d'or que possible par l'Hôtel de la Monnaie, et que selon les besoins du Dominion, ce surplus d'or soit utilisé pour émettre des billets du Dominion, les banques ayant le droit de présenter ces billets contre de l'or pour leurs propres besoins », Sellar (1930c). Avec la reprise de la convertibilité libre à l'automne 1930, les objectifs de l'étalon-or orientaient à nouveau la politique monétaire.

En 1930, la masse monétaire demeura à peu près stable. Le volume total de la base monétaire demeura le même mais sa composition varia. La diminution des avances en vertu de la Loi financière fut compensée par l'augmentation du surplus de l'encaisse-or en début d'année et par l'augmentation, en fin d'année, des émissions de billets contre de l'or en vertu de la Loi des billets du Dominion. La portion domestique de la base monétaire baissa durant huit mois et la portion internationale augmenta durant neuf mois. Le surplus de la balance des capitaux se détériora en

1931 et réduisit la portion internationale de la base monétaire mais des suggestions d'expansion monétaire furent rejetées.

Contrairement à ses prédécesseurs, Sellar rejeta tôt en 1931 une proposition de gestion de la dette domestique qui impliquait des émissions de billets du Dominion. Devant une situation budgétaire déprimante, Bennett proposa aux banquiers d'élever la limite d'émission de monnaie fiduciaire en vertu de la Loi des billets du Dominion. Ce changement élèverait à \$100 millions l'émission gagée à 25% par l'encaisse-or, assurerait à 25%-or les \$26 millions émis en 1914 et 1915 et élèverait de \$12,75 millions l'émission non gagée. Henry Ross, porte-parole des banquiers, répondit que la limite de l'émission fiduciaire ne devait pas être élevée à cause de la taille déjà considérable de l'émission actuelle et de l'incertitude de la situation financière internationale. Sellar développa à partir de la réponse de Ross les grandes lignes des principes gouvernant la politique monétaire; des billets du Trésor devraient être émis au lieu de billets du Dominion pour la gestion de la dette et l'encaisse-or devrait se maintenir entre \$80 et \$100 millions. Dorénavant « toute déviation matérielle des politiques monétaires en vigueur nécessitera une gestion plus scientifique des principes de la Loi financière. L'impossibilité de garder les taux d'escompte conformes à ceux de New York comme cela s'était passé en 1929 ne devrait pas se répéter »¹⁴. Si Bennett devait décider d'élever la limite de fiduciaire à \$100 millions, Sellar soutint qu'il serait essentiel en même temps « d'abolir la Loi financière et de prendre simultanément des dispositions pour s'assurer d'une marge de crédit de \$50 000 000 à New York qui pourrait soutenir le marché du change s'il y avait danger d'épuisement de l'encaisse-or canadienne », Sellar (1931a). Les objectifs de gestion de la dette domestique et les possibilités d'expansion monétaire furent subordonnés aux objectifs de l'étalon-or.

g) *L'abandon de l'étalon-or*

De janvier à septembre 1931 la masse monétaire demeura à peu près stable. La base monétaire diminua à mesure de la baisse de la portion domestique en janvier, février, mars, juillet et août tandis que la portion internationale accusait une baisse marquée en janvier, juin et septembre. Puis, suite à l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne en septembre, on envisagea sérieusement la gestion du taux de change pour atténuer les fluctuations conjoncturelles.

Les autorités envisagèrent d'abord réagir à la crise financière de 1931 de la façon conventionnelle utilisée en régime d'étalon-or devant une

14. Au début de 1931 l'escompte en vertu de la Loi financière était bien au-dessus de celui de la Banque fédérale de réserve de New York.

fuite de capitaux vers l'extérieur. Bennett répondit publiquement à l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne en affirmant « qu'il était au gouvernement de la Grande-Bretagne... quant au Canada, nous avons l'intention de maintenir l'étalon-or », Bennett, (1931). Le dollar canadien se dévalua par rapport au dollar américain et augmenta par rapport à la livre sterling pendant la semaine qui suivit l'abandon de l'or par la Grande-Bretagne. Pour faire face aux coûts croissants de la dette canadienne aux États-Unis, Sellar (1931b) suggéra à Bennett que le gouvernement canadien emprunte \$15 millions auprès de la Banque fédérale de réserve de New York pour respecter les engagements de la dette américaine, et effectue une émission domestique de \$25 millions en billets du Trésor. Il recommanda aussi de maintenir la convertibilité en or des billets du Dominion et de hausser le taux de l'escompte pour préserver l'encaisse-or gouvernementale. Les banques fédérales de réserve refusèrent de prêter aux gouvernements étrangers et le projet d'emprunt dut être abandonné¹⁵.

Bennett reçut bientôt des conseils plus incisifs sur la politique monétaire et les taux de change. Une semaine après l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, S.R. Noble, directeur général adjoint de la Banque Royale, envoyait à Bennett une lettre accompagnée d'un memorandum recommandant une dévaluation de 25% du dollar canadien pour combattre les fluctuations conjoncturelles¹⁶. Noble adoptait l'analyse monétaire de la conjoncture économique et de la balance des paiements qui affirme « qu'une dépression n'est rien d'autre qu'une chute des prix... et qu'un boom économique n'est rien d'autre qu'une augmentation des prix. Le mouvement des prix dans les pays fonctionnant selon les règles de l'étalon-or est le résultat de l'action combinée de tous ces pays; sans l'étalon-or, chaque pays a le contrôle absolu sur ses prix ». Les avantages d'une dévaluation de 25% comprendraient la réduction du solde d'une balance commerciale défavorable avec les États-Unis et l'augmentation des exportations vers les autres marchés tandis que « le commerce interne serait davantage stimulé » de sorte que « dans un délai raisonnable le chômage disparaîtrait complètement au Canada grâce à cette stimulation provoquée par l'augmentation des prix », Noble, (1931). Les bénéfices d'un redressement du marché intérieur l'emporteraient sur les coûts de l'augmentation de la dépense domestique nécessaire au paiement de la

15. Lors d'une réunion avec le Conseil exécutif de l'Association des banquiers canadiens le 24 octobre, Bennett souligna que les Banques fédérales de réserve ne pouvaient prêter qu'à une banque canadienne centrale, et il voulait donc « *the banks to consider whether some form of central bank organization should not be provided for by legislation at the coming session of Parliament* », [Association des banquiers canadiens], (1931). Les banquiers rejetèrent la suggestion.

16. Noble résume son opinion sur le développement monétaire canadien au cours de la dépression dans Noble (1937).

dette étrangère, et d'une diminution du crédit à l'étranger. Bennett fit évaluer la proposition de Noble par deux personnes.

Sellar et le sous-secrétaire d'État aux Affaires extérieures, O.D. Skelton, évaluèrent puis rejetèrent la proposition de Noble. Sellar souligna les coûts d'une dévaluation : représailles étrangères et inflation domestique, et conclut que « bien qu'il soit peu probable que les résultats d'une dépréciation soient aussi stimulants qu'on le laisse croire, nous n'avons d'autre choix que de reconnaître que nous avons abandonné l'étalon-or, et que nous devons continuer sans lui pendant quelque temps. Le gouvernement ne peut pour l'instant que laisser cette dépréciation suivre le cours du marché », [Sellar], (1931c). Skelton rejeta l'explication de Noble puisque, disait-il, « dans le monde actuel, nul remède appliqué à un seul pays ne peut produire des résultats d'une telle envergure, quoique puisse en penser monsieur Noble ». Skelton était tout de même en faveur de la création d'une banque centrale dans une perspective de restauration monétaire internationale puisque « nous ne pouvons pas solutionner seuls notre problème, ni par l'étalon-or, ni par une dépréciation de notre monnaie... il nous faudra désormais compter sur la coopération internationale des géants financiers pour assurer notre stabilité. La contribution du Canada au règlement de ces questions ne peut qu'être minime, mais peut-être pourrions-nous nous y mieux préparer en établissant une banque centrale ou quelque mécanisme semblable », [Skelton], (1931). Le 1^{er} octobre, le contrôleur de la monnaie suspendit officiellement la convertibilité en or des billets du Dominion, pendant que Sellar préparait un arrêté ministériel imposant une restriction officielle sur les exportations d'or, qui allait être invoqué le 19 octobre.

En décembre 1931 Sellar révisa le mémoire de Curtis (1931) à l'intention du nouveau ministre des Finances, E.N. Rhodes. Sellar avait de sérieuses réserves quant à la nécessité d'une banque centrale invoquée par Curtis pour assurer l'adhésion aux règles de l'étalon-or puisque « bien des exemples récents remettent en question l'infailibilité des banques centrales. Les plus frappants sont ceux de la Grande-Bretagne et des États-Unis. Le 20 septembre l'Angleterre abandonnait l'étalon-or avec un taux de 4¹/₂%. Elle a jonglé pendant plus d'un an avec des taux monétaires très bas, et ce n'est qu'après avoir cessé la conversion en or que le taux a grimpé à 6%. Dès que l'Europe a commencé à puiser de l'or aux États-Unis, les Banques de réserve ont pris, pour enrayer la fuite, des mesures bien peu conformes aux règles traditionnelles de l'étalon-or. De plus, certaines pratiques devenues courantes depuis 1927 offrent peu d'appui aux plans du professeur Curtis. Je doute donc qu'on puisse tirer autant de bénéfices que le prétend monsieur Curtis de l'imposition d'une banque centrale à notre système bancaire », Sellar, (1931d). Le scepticisme de Sellar semble avoir été fondé.

4. POLITIQUE MONÉTAIRE CANADIENNE ET RÈGLES DE JEU (1926 À 1931)

Nous allons comparer ici la politique monétaire canadienne de 1926 à 1931 avec celles de 17 banques centrales au cours de la même période. Nurske, en 1944, compara les pourcentages de fluctuation annuelle des actifs internationaux et domestiques de différentes banques centrales. Si pour la même année, l'actif international variait dans la même direction que l'actif domestique, la politique monétaire était alors conforme à la variante positive des règles de l'étalon-or. Réciproquement, si les portions internationales et domestiques variaient pour une même année en directions contraires, la politique monétaire n'était pas conforme aux règles du jeu. Nurske présenta un ensemble complet de données pour 17 pays de 1926 à 1931. Pour appliquer le test de Nurske aux données canadiennes, il faut comparer la fluctuation annuelle des billets du Dominion gagés par l'encaisse-or (actif international contrôlé par les autorités)¹⁷ à la fluctuation annuelle, durant la même période, des billets du Dominion non gagés par l'encaisse-or (actif domestique contrôlé par les autorités). Si ces deux éléments varient dans la même direction, la politique monétaire s'est alors conformée aux règles tandis que s'ils varient en directions contraires, la politique monétaire canadienne transgressa les règles. Le test révèle que la

TABLEAU 3
ANNÉES D'ADHÉSION AUX RÈGLES DE L'ÉTALON-OR ENTRE
1926 ET 1931 DE 17 BANQUES CENTRALES

Commonwealth Bank of Australia	1927, 1928, 1931
Banque nationale d'Autriche	1928
Banque nationale de Bulgarie	1929, 1930, 1931
Banque nationale de Tchécoslovaquie	—
Banque nationale de Copenhague (Danemark)	1926, 1927
Banque de Finlande	1927, 1929
Reichsbank (Allemagne)	1930
Banque nationale de Hongrie	1927, 1929, 1930
Banque du Japon	1926
Banque des Pays-Bas	—
Norges Bank (Norvège)	1926, 1927
Banque de Pologne	1927, 1930
Sveriges Riksbank (Suède)	1927
Banque nationale Suisse	1926, 1927, 1928, 1930
Banque de réserve d'Afrique du Sud	—
Bank of England	1929, 1930
Banques fédérales de réserves américaines	1931

Tiré de (Ragnar Nurske), *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period*, Genève, Société des Nations, 1944, appendice LV.

17. Ceci diffère de la définition utilisée dans la Section II par l'exclusion de l'encaisse-or bancaire détenue au Canada de la portion internationale de la base monétaire.

politique monétaire canadienne s'est conformée aux règles durant une seule année, 1926. Les données du tableau 3 démontrent que le Canada adhéra aux règles du jeu autant que cinq pays à banque centrale et plus que trois pays à banque centrale. Le succès de la politique monétaire canadienne quant aux règles de l'étalon-or fut donc égal ou supérieur à celui d'environ la moitié des pays dont les données comparables étaient disponibles.

5. CONCLUSION

Ce mémoire remet en question les inférences de Curtis sur la politique monétaire canadienne en régime d'étalon-or durant l'entre-deux-guerres. Les preuves documentaires en section 2 démontrent que la politique monétaire canadienne de 1926 à 1931, fut gouvernée à la fois par les objectifs de l'étalon-or et par ceux de la gestion de la dette publique. L'abandon de l'étalon-or en 1928 et 1929 fut le résultat non d'une absence de contrôle monétaire, mais plutôt d'une incompréhension des autorités quant à l'incompatibilité de ces objectifs, et de leur tentative de les concilier par un contrôle monétaire qualitatif. Les preuves quantitatives en section 3 démontrent que l'adhésion du Canada aux règles de l'étalon-or se compare favorablement avec celle d'autres pays durant la même période. Ainsi les arguments initiaux expliquant la faiblesse du système monétaire de 1926 à 1931 identifièrent à tort des lacunes de politique comme des lacunes du système monétaire lui-même.

Ce sont les inférences de Curtis à partir de son analyse de la politique monétaire de 1926 à 1931 qui fournirent la base des premiers arguments utilisés pour démontrer la nécessité de la création de la Banque du Canada. Ce mémoire tend à démontrer que, bien que le système monétaire ne requérait probablement pas de remaniement pour y permettre une centralisation de la responsabilité du contrôle monétaire, on avait tout de même besoin d'une réforme pour assurer une meilleure diffusion d'informations exactes sur la politique monétaire. Reste à savoir si la Banque du Canada a effectué cette réforme avec succès.

BIBLIOGRAPHIE

- Association des banquiers canadiens, (1928), « Circular 62-L », 29 août, Association des banquiers canadiens archives, (ci-après A.B.C. archives), liasse : 3100 The Finance Act.
- Association des banquiers canadiens, (1929), « Memorandum », (janvier 1925 au 2 octobre 1929).
- Association des banquiers canadiens, (1931), « Minutes of Meeting », 24 octobre, A.B.C. archives, liasse : Executive Council Meeting, Ottawa, 24 octobre, 1931.
- BENNETT, R.B., (1927) « Discours sur le budget » 17 février, *Débats chambre des communes*, p. 403.
- BENNETT, R.B., (1931) « States Canada will Maintain Gold Standard », *Ottawa Evening Citizen*, 21 septembre, p. 13.
- BRECHER, IRVING, (1957) *Monetary and Fiscal Thought and Policy in Canada 1919-1939*, (University of Toronto Press, Toronto).
- CHISHOLM, DEREK, (1980), « Canadian Monetary Policy 1914-1934 : The Enduring Glitter of the Gold Standard », Ph.D. dissertation, Cambridge University.
- Commission royale sur la banque et la monnaie au Canada, (1933), *Rapport* (Imprimeur du roi, Ottawa).
- Compagnie de chemin de fer canadien nationale, (1929), « Railway Finance, Meetings, etc. » *Canadian Railway and Marine World*, juillet, p. 448.
- Conseil du Trésor, (1928a) T.124505, 8 juin, Archives Publiques du Canada (ci-après A.P.C.), Conseil du Trésor annales (ci-après RG55) Volume 20029, liasse : T.B. Minutes 1928.
- Conseil du Trésor, (1928b), T.125369, 29 août, A.P.C. RG55 Volume 20029, liasse : T.B. Minutes 1928.
- COURCHENE, THOMAS J., (1969), « An Analysis of the Canadian Money Supply: 1925-1934 » *Journal of Political Economy*, 79, p. 363.
- CURTIS, C.A., (1929), « Canada's Finance Act and the Gold Standard », *Monetary Times* (3 mai), p. 3.
- CURTIS, C.A., (1930), « Credit Control in Canada », *Papers and Proceedings of the Canadian Political Science Association*, 2, p. 101.
- CURTIS, C.A., (1931), « Canada and the Gold Standard », *Queen's Quarterly*, 38, p. 104.
- CURTIS, C.A., (1932), « The Canadian Monetary Situation », *Journal of Political Economy*, 40, p. 314.

- ELLIOTT, COURTLAND, (1927), « Bennett Scheme Economically Unwise, Declares Economist », *Financial Post* (25 février), p. 1.
- HYNDMAN, GEORGE W., (1928) « Témoignage », 21 mars, *Chambre des communes journaux*, 65, appendice 3, p. 55.
- LEMAN, BEAUDRY, (1930), « Copy of President's Letter to the Minister », 8 février, A.B.C. Archives, liasse: Summer Meeting, 1930.
- McIVOR, R. CRAIG, (1958), *Canadian Monetary, Banking and Fiscal Development*, (Macmillan of Canada, Toronto).
- NOBLE, S.R., (1931), « Notes on the Present Financial Situation », 26 septembre, A.P.C. R.B. Bennett Papers, bobine: M1044, p. 202177.
- NOBLE, S.R., (1937), « The Monetary Experience of Canada During the Great Depression », in *The Lessons of Monetary Experience*, Arthur D. Gayer, éd., (George Allen and Unwin, London).
- NURSKÉ, RAGNAR, (1944), *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period*, (League of Nations, Geneva).
- RICH, GEORG, *The Cross of Gold: Money and the Canadian Business Cycle, 1867-1913* (à paraître).
- ROBB, JAMES A., (1929), « La réserve d'or du Canada », 13 mai, *Débats chambre des communes*, p. 2403.
- ROSS, HENRY T., (1929), Letter to H.B. Mackenzie, 22 mars, A.B.C. Archives, liasse: 3316-1 Gold Basis (janvier 1925 au 2 octobre 1929).
- ROSS, HENRY T., (1930), « The Finance Act », 7 juin, A.B.C. Archives, liasse: 3100 The Finance Act.
- SAUNDERS, J.C., (1924), « Témoignage », 12 juin, *Chambre des communes journaux*, 61, appendice 3, p. 343.
- SAUNDERS, J.C., (1927a), « Memorandum for Mr. Robb », 10 novembre, A.P.C. ministre de Finance Annales (ci-après RG19) volume 591, liasse: 155-27.
- SAUNDERS, J.C., (1927b), « Memorandum for Mr. Robb », A.P.C. RG19, volume 591, liasse: 155-27.
- SAUNDERS, J.C., (1929), Letter to Henry T. Ross, 10 juillet, A.B.C. Archive, liasse: 3058 Circulation and Specie.
- SAUNDERS, J.C. and C.S. TOMPKINS, (1927a), « Memorandum for Mr. Robb », A.P.C. RG19, volume 279, liasse: 101-31-02.
- SAUNDERS, J.C. and C.S. TOMPKINS, (1927b), « Comments on Two Public Criticisms of Mr. Bennett's Suggestions re 1927 Budget », A.P.C. RG19, volume 279, liasse: 101-31-02.
- SELLAR, WATSON, (1930a), « Memorandum re Gold Holdings Against Dominion Notes », février, A.P.C. RG19, volume 105, liasse: 101-7.
- SELLAR, WATSON, (1930b), Letter to Henry T. Ross, 30 avril, A.B.C. Archives, liasse: 3100 The Finance Act.

- SELLAR, WATSON, (1930c), « Memorandum for Hon. Mr. Bennett », 15 septembre, A.P.C. RG19, volume 105, liasse: 101-7.
- SELLAR, WATSON, (1931a), « Memorandum re Gold Holdings », 4 mai, A.P.C. RG19, volume 105, liasse: 101-7.
- SELLAR, WATSON, (1931b), « Memorandum », 29 septembre, A.P.C. R.B. Bennett Papers, bobine: M1014, p. 196672.
- SELLAR, WATSON, (1931c), « Confidential », A.P.C. R.B. Bennett Papers, bobine: M1044, p. 202295.
- SELLAR, WATSON, (1931d), « Memorandum for the Honourable Mr. Rhodes, 10 décembre, Archives publiques du Nova Scotia, E.N. Rhodes Papers, liasse: D02 Department of Finance.
- SHEARER, RONALD A. et CAROLYN CLARK, (1979), « The Suspension of the Gold Standard, 1928-31 », (autocopiste).
- SKELTON, O.D., (1931), Review of S.R. Noble's « Notes on the Present Financial Situation », A.P.C. R.B. Bennett Papers, bobine: M1044, p. 202184.
- STOKES, MILTON L., (1939), *The Bank of Canada*, (Macmillan of Canada, Toronto).
- TOMPKINS, C.S., (1928), « Témoignage », 7 mars, *Chambre des communes journaux*, 65, appendice 3, p. 48.